

CHRONIQUE

DROIT FINANCIER ET BOURSIER



JEAN-JACQUES DAIGRE
Professeur émérite
Université Paris I



JÉRÔME CHACORNAC
Maître
de conférences
Université Paris 2



ANNE-CLAIRE ROUAUD
Professeur
Université de Reims



FRIDA MEKOUÏ
Juriste financier à la DAJ
Société Générale
Chargée d'enseignement
Université Paris XI

■ JURISPRUDENCE

CIF – Conseils en gestion de patrimoine – Poursuites – Compétence de l'AMF (oui).

AMF, décision de sanction du 12 octobre 2016, SAN-2016-13, Atypik Patrimoine.

La qualification de conseil en investissement s'apprécie *in concreto*. Le conseiller en investissement financier est soumis à toutes les obligations des CIF, même lorsqu'il exerce d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Cette décision prolonge la jurisprudence de la Commission des sanctions de l'AMF, qui fait tomber sous la férule de l'AMF toutes les activités des CIF, même celles autres que de conseil en investissements financiers. En l'occurrence, le conseiller poursuivi avait proposé à des prospects de souscrire des actions d'une société de droit sud-américain, dont l'objet était d'acquérir un terrain pour y faire réaliser une plantation de tecks en Amérique du sud. Il lui était reproché d'avoir communiqué des informations erronées et d'avoir reçu des fonds de l'un des clients. Il est sanctionné, mais la sanction est limitée car les manquements étaient de nature formelle et les clients n'avaient émis aucune plainte.

Si la décision n'est pas surprenante au vu des précédents, elle est néanmoins curieuse. Elle commence par analyser de manière minutieuse l'activité exercée par l'intéressé et y voit, au résultat, une véritable activité de conseil en investissements financiers, portant sur la fourniture de

recommandations personnalisées. À cette occasion, elle prend soin de ne pas s'arrêter aux documents précontractuels et contractuels, mais procède à une appréciation *in concreto* de l'activité, ce qui est justifié, car il serait trop facile d'échapper à cette qualification par des clauses de style. En l'espèce, l'un des documents signés par les clients prétendait que ceux-ci agissaient « *en dehors de toute recommandation de la part d'Athipik Patrimoine* », ce que contredisait la réalité reconstituée par l'AMF. Dès lors, il n'y avait aucun doute sur le fait que les obligations des CIF s'appliquaient à la personne poursuivie et que l'AMF était compétente pour la contrôler et la Commission des sanctions pour la sanctionner, puisqu'elle avait exercé une activité de CIF proprement dite.

Pourtant, dans sa deuxième partie, la décision prend soin de rappeler la position de la Commission des sanctions : le CIF reste sous l'empire de l'AMF même lorsqu'il exerce d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine, ce qui sous-entend qu'en l'espèce la personne poursuivie avait accompli des opérations autres que de CIF. On connaît alors le raisonnement de la Commission des sanctions : les obligations des CIF s'appliquent aux activités définies par l'art. L. 541-1 du Code monétaire et financier, qui comportent, à titre principal, le conseil en investissements financiers, le conseil portant sur la fourniture de services d'investissement et le conseil portant sur la réalisation d'opérations sur biens divers, mais également, outre le service de réception et de transmission d'ordres pour le compte de tiers, l'exercice « *d'autres activités de conseil en gestion de patrimoine* » (art. L. 541-1, II). La Commission des sanctions de l'AMF estime en effet, depuis la décision Hérios, qu'elle est compétente pour

prononcer une sanction sur le fondement de l'art. L. 621-17 du Code monétaire et financier même en ce dernier cas, parce que le texte s'applique, de manière générale, à « tout manquement par les conseillers en investissements financiers définis à l'art. L. 541-1 », et que le visa de l'art. L. 541-1 ne distingue pas suivant qu'il s'agit des activités proprement dites de conseiller en investissements financiers ou des autres activités de conseil en gestion de patrimoine¹. L'AMF privilégie l'activité sur le statut, raisonnement également suivi par la Cour de cassation pour les prestataires de services d'investissements².

Pourquoi la Commission des sanctions s'est-elle préoccupée de ce point alors qu'elle avait commencé par juger que l'activité de la personne poursuivie était une activité de conseil en investissements financiers? Sans doute y avait-il une raison, mais celle-ci n'apparaît pas dans la décision. Le paragraphe qui ouvre cette deuxième partie n'offre qu'une obscure clarté : « la qualification de conseil en investissements est sans incidence sur le périmètre des faits reprochés ».

C'est d'autant plus surprenant que la Commission des sanctions s'est évertuée à réfuter un argument de la personne poursuivie contredisant l'extension des obligations des CIF à leurs activités autres que de CIF, en opposant à l'AMF sa propre doctrine, la Position-recommandation du 22 septembre 2006 qui, à la question « Le CIF exerçant d'autres activités doit-il disposer d'un compte bancaire ségrégué spécifique à son activité de CIF? », répond que « cette restriction

n'est pas prévue pour les autres activités que peut exercer un CIF (comme notamment le statut d'intermédiaire d'assurances, dans les conditions prévues par la réglementation) », ce qui semble postuler que les CIF ne seraient pas soumis aux obligations des CIF pour leurs autres activités. La Commission des sanctions s'en sort par un raisonnement qui, avouons-le, n'est pas d'une grande évidence : « L'exemple de l'activité d'intermédiaire en assurances laisse entendre que les "autres activités" auxquelles cette position-recommandation fait référence sont celles qui ne relèvent pas de l'art. L. 541-1 du code monétaire et financier; qu'ainsi, la qualification retenue ne permet pas de sanctionner des faits qui ne pourraient l'être si l'activité litigieuse entrait dans la catégorie des "autres activités de conseil en gestion de patrimoine" ». Aussi, l'argument le plus net l'encontre de la Position-recommandation, mais le moins satisfaisant, est-il cet autre, asséné par la décision : une position-recommandation de l'AMF ne lie pas la Commission. Bien que conforme à l'analyse traditionnelle, ce raisonnement est-il toujours aussi sûr depuis que le Conseil d'État accepte de contrôler les normes du droit souple, ce qui en fait des normes juridiques au petit pied³?

En conclusion, osons un sentiment : une saisine un peu inutile de la Commission des sanctions pour des faits plutôt véniels, qui auraient dû trouver leur solution d'une autre manière ; l'extension de la composition administrative sera bienvenue, même si sa généralisation peut légitimement inquiéter⁴. ■

1. AMF, décision de sanction du 9 juillet 2015, SAN-2015-14, *Héris Finance et Stéphane Benhamou* : *Banque et Droit* n° 163, septembre-octobre 2015, p. 36, note A.-C. Rouaud ; AMF, décision de sanction du 23 juillet 2013, Solabios, SAN-2013-17 : *Banque et Droit* n° 152, novembre-décembre 2013, p. 22, note J.-J. Daigre ; AMF, décision de sanction du 7 juin 2016, *Global Patrimoine Investissement, Kalyis Investissements et Louis Sanguinetti*, SAN-2016-07 : *Banque et Droit* n° 169, septembre-octobre 2016, p. 21, note J.-J. Daigre.

2. Cass. civ. 2^e, 2 octobre 2013, n° 12-20504 : *Banque et Droit* n° 152, novembre-décembre 2013, p. 129, note A.-C. Rouaud ; Cass. com. 30 juin 2015, n° 14-17907 : *Banque et Droit* n° 163, septembre-octobre 2015, p. 34, note A.-C. Rouaud.

3. CE 21 mars 2016, *Fairvesta International*, n° 368082, et *Numericable*, n° 390023. Voir F. Boucard, « Le nouveau recours contre les actes de droit souple : mode d'emploi », *Banque et Droit* n° 169, septembre-octobre 2016, p. 4.

4. F. Drummond, « A qui profite la composition administrative? », *BJB* novembre 2011, p. 449.

AMF – Commission des sanctions – CEDH – Impartialité (oui) – Légalité de sanctions (oui).

CEDH, 5^e section, 1^{er} septembre 2016, affaire X et Y c/ France, requête n° 48158/11.

La séparation claire et étanche entre les organes de l'AMF de contrôle, d'enquête et de poursuite, d'une part, et l'organe de jugement, d'autre part, accorde à ce dernier une indépendance effective qui lui confère une impartialité objective. La présence de magistrats de la Cour de cassation et de conseillers d'État, qui jouissent en droit interne de larges garanties destinées à les prémunir contre les pressions extérieures, confirme cette caractéristique.

L'inévitable caractère général des lois leur empêche de présenter une précision absolue, ce qui rend nécessaire une interprétation judiciaire. La fonction confiée aux juridictions sert précisément à dissiper les doutes qui

pourraient subsister quant à l'interprétation des normes et contribue à l'évolution progressive du droit.

La prévisibilité de la loi ne s'oppose pas à ce que la personne concernée soit amenée à recourir à des conseils éclairés, spécialement s'agissant de professionnels habitués à devoir faire preuve d'une très grande prudence dans l'exercice de leur métier.

Le caractère inédit, au regard notamment de la jurisprudence, de la question juridique posée ne constitue pas en soi une atteinte aux exigences d'accessibilité et de prévisibilité de la loi, dès lors que la solution retenue faisait partie des interprétations possibles et raisonnablement prévisibles.

Seule l'absence d'une interprétation jurisprudentielle accessible et raisonnablement prévisible pourrait constituer une violation de l'art. 7 de la Convention européenne des droits de l'homme.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Voilà un arrêt de la Cour européenne des droits de l'homme d'une grande importance pour l'AMF et d'une grande richesse pour le droit. Il juge que la Commission des sanctions de l'AMF présente toutes les garanties d'indépendance et d'impartialité et que l'imprécision de certains manquements ne porte pas atteinte au principe de légalité des délits et des peines. En l'espèce, les requérants avaient été sanctionnés pour avoir méconnu les règles relatives au délai de livraison des titres financiers (ne pas procéder à des ventes de titres sans disposer de l'assurance raisonnable de pouvoir, notamment par le recours à des emprunts, procéder à la livraison des instruments correspondants dans un délai, à l'époque, de trois jours à compter de la transaction). Le Conseil d'État ayant ensuite rejeté leur recours, les intéressés avaient saisi la Cour européenne des droits de l'homme sur deux fondements : violation de l'art. 6, § 1 de la Convention EDH, qui exige, pour l'équité de la décision, que la personne poursuivie soit entendue et jugée « par un tribunal indépendant et impartial », ce qui n'aurait pas été le cas de la Commission des sanctions de l'AMF ; violation des art. 6, § 1 et 7, § 1 de la Convention, qui, combinés, exigent que nul ne puisse être condamné en l'absence d'un texte existant et intelligible.

Sur l'impartialité, les requérants estimaient, en particulier, que le fait pour le rapporteur de la Commission des sanctions d'avoir, à la demande de la Commission elle-même, sollicité du président de l'AMF des observations sur le fond du droit constituait une atteinte à la séparation des fonctions de poursuite, d'instruction et de jugement ; ils ajoutaient que les services de l'AMF étaient intervenus à tous les stades de la procédure, allant jusqu'à rédiger la réponse du président de l'AMF à la demande de complément d'instruction. La Cour EDH commence par rappeler sa position de principe, synthétisée dans son arrêt *Morice c/ France* du 23 avril 2015, et rappelle qu'elle avait déjà eu l'occasion de l'appliquer à diverses autorités de régulation financières ou bancaires françaises, notamment au Conseil des marchés financiers dans l'arrêt *Didier c/ France* du 27 août 2002, à la Commission des sanctions de l'AMF dans l'arrêt *Messier c/ France* du 19 mai 2009, à la Commission bancaire statuant en matière disciplinaire dans l'arrêt *Dubus SA c/ France* du 11 juin 2009 et à la COB dans l'arrêt *Vernes c/ France* du 20 janvier 2011.

S'agissant du grief d'impartialité subjective, la Cour EDH l'écarte sans difficulté. Elle rappelle que celle-ci se présume jusqu'à preuve contraire et qu'en l'espèce, rien ne démontrait un quelconque préjugé ou parti pris de la part des membres de la Commission des sanctions et du rapporteur ; en particulier, elle indique que le fait que la Commission ait partagé l'avis du président de l'AMF quant à la compréhension du texte en cause ne saurait à lui seul mettre en doute son impartialité.

S'agissant de l'impartialité objective, la Cour EDH rappelle qu'elle tient compte, notamment, du mode de désignation et de la durée du mandat des membres d'une juridiction, de l'existence d'une protection contre les pressions extérieures et du point de savoir s'il y a ou non apparence d'indépendance. S'agissant précisément de la

Commission des sanctions de l'AMF, la Cour EDH juge que « l'organisation et la procédure de sanction au sein de l'AMF opèrent une séparation claire et étanche entre les organes de contrôle, d'enquête et de poursuite, d'une part, et l'organe de jugement, d'autre part », ce qui organise son indépendance et, par conséquent, son impartialité objective. Sont ainsi salués les efforts, maintenant anciens, de l'autorité de régulation pour répondre, par une organisation adéquate, à la nécessité de séparer la poursuite d'un côté du jugement de l'autre. C'est un acquis qui ne mérite plus discussion.

Mais, la Cour EDH prend néanmoins soin de relever « que figurent parmi les membres de la Commission des sanctions deux magistrats de la Cour de cassation et deux conseillers d'État, lesquels jouissent en droit interne de larges garanties destinées à les prémunir contre les pressions extérieures ». Il y a là, non seulement une révérence accordée à l'indépendance et l'impartialité de ces hauts magistrats et conseillers, mais surtout l'indication implicite qu'une telle présence au sein de la Commission des sanctions est un élément de l'indépendance et de l'impartialité de l'ensemble de la Commission. Reconnaitrait-elle aussi facilement cette indépendance si la Commission des sanctions ne comportait que des professionnels et aucun magistrat de l'ordre judiciaire ou administratif ? La question mérite d'être posée.

Par ailleurs, la Cour EDH considère que « la possibilité pour la Commission des sanctions et son rapporteur d'être assistés par le service administratif de l'AMF, placés statutairement sous l'autorité du secrétaire général de l'Autorité », ne porte pas atteinte à l'impartialité du fonctionnement de la Commission des sanctions, car « ces agents lui sont fonctionnellement soumis et doivent agir sur l'instruction de ses membres, pour contribuer à la mission dont cet organe est investi, dans le respect des exigences d'indépendance et d'impartialité qui incombent à ce dernier ». Sur ce point, on ne doute pas qu'il en aille ainsi puisque la Cour EDH l'affirme. Néanmoins, elle ne peut invoquer aucun texte au soutien de son affirmation, sauf la phrase très insuffisante de l'art. R. 621-39 du code monétaire et financier, qui indique que le rapporteur de la Commission des sanctions « peut s'adjoindre le concours des services de l'Autorité des marchés financiers ». Il n'existe même pas, pour la Commission des sanctions de l'AMF, un texte général, comme l'art. R. 612-35 du Code monétaire et financier pour la Commission des sanctions de l'ACPR, qui indique que « la Commission des sanctions dispose d'un secrétariat composé de personnels de l'Autorité ». Plus encore, il n'existe pas de texte prévoyant, au sein de l'AMF, la mise à disposition de membres du personnel et organisant leur indépendance fonctionnelle, comme l'a fait opportunément la Commission des sanctions de l'ACPR¹.

1. Art. 14 de la décision modifiée n° 2010-02 du 18 mars 2010 du Secrétaire général sur l'organisation des services de l'ACPR, qui précise que « si ce secrétariat est administrativement attaché à la Direction des affaires juridiques de l'Autorité, il dépend hiérarchiquement et fonctionnellement du président de la Commission ». Ces dispositions ont été précisées dans un document cosigné par le Secrétaire général de l'ACPR et le président de la Commission des sanctions, qui met en place un mode de gestion dérogatoire dans lequel, bien qu'étant agents du Secrétariat de l'ACPR, il est précisé qu'ils dépendent pour les aspects principaux de leur carrière (recrutement, rémunération, avancement, notamment), du président de la Commission (Document relatif à la gestion du personnel affecté à la Commission des sanctions de l'ACPR du 21 décembre 2011).

Sur la légalité du manquement reproché aux requérants, la Cour EDH synthétise sa jurisprudence d'une manière qui constitue une véritable doctrine des rapports entre la loi (au sens large) et de la jurisprudence. En premier, elle prend parti en faveur du système des textes généraux, c'est-à-dire des lois impersonnelles et générales, qui est celui de la France et de l'Europe continentale, et en accepte les inconvénients, tenant à la généralité même des textes. Son Considérant mérite d'être reproduit tant il révèle, avec un vocabulaire choisi et une économie de moyens, la doctrine de la Cour : « En raison même du caractère général des lois, le libellé de celles-ci ne peut pas présenter une précision absolue. L'une des techniques-types de réglementation consiste à recourir à des catégories générales plutôt qu'à des listes exhaustives. Aussi beaucoup de lois se servent-elles, par la force des choses, de formules plus ou moins vagues dont l'interprétation et l'application dépendent de la pratique [...] ». Elle en tire la conséquence inéluctable que la loi générale doit être complétée par l'interprétation jurisprudentielle : « Dès lors, dans quelque système juridique que ce soit, aussi clair que le libellé d'une disposition légale puisse l'être, y compris une disposition de loi pénale, il existe inévitablement un élément d'interprétation judiciaire » ; « La fonction de décision confiée aux juridictions sert précisément à dissiper les doutes qui pourraient subsister quant à l'interprétation des normes » et qu'« il est solidement établi dans la tradition juridique des États partie à la Convention que la jurisprudence en tant que source du droit, contribue nécessairement à l'évolution progressive du droit pénal ».

Mais, consciente de l'inconvénient d'une conception de la loi qui impose un complément jurisprudentiel, la Cour EDH prend soin de préciser les qualités que doit présenter l'interprétation jurisprudentielle : « La clarification graduelle des règles de la responsabilité pénale par l'interprétation judiciaire d'une affaire à l'autre » est acceptable « à condition que le résultat soit cohérent avec la substance de l'infraction et raisonnablement prévisible ». L'élément important réside dans l'exigence d'une évolution « raisonnablement prévisible », la Cour EDH prenant soin d'ajouter que « l'absence d'une interprétation jurisprudentielle accessible et raisonnablement pré-

visible peut [même] conduire à un constat de violation de l'art. 7 à l'égard d'un accusé ». Là apparaît la limite du système : qu'est-ce qu'une « interprétation jurisprudentielle accessible et raisonnablement prévisible » ? Pour essayer de répondre à cette interrogation, la Cour EDH ajoute « que la portée de la notion de prévisibilité dépend dans une large mesure du contenu du texte dont il s'agit, du domaine qu'il couvre ainsi que du nombre et de la qualité de ses destinataires ». On avouera qu'on n'est pas plus avancé. Mais la Cour pouvait-elle être plus précise ? C'est sans doute la limite inévitable du système qui préfère la généralité de la règle à celui de la casuistique. Consciente de cela, la Cour ajoute que « la prévisibilité de la loi ne s'oppose pas à ce que la personne concernée soit amenée à recourir à des conseils éclairés » et qu'il en va « spécialement ainsi des professionnels, habitués à devoir faire preuve d'une grande prudence dans l'exercice de leur métier ». On notera l'invitation faite aux professionnels de recourir à des conseils spécialisés chaque fois que nécessaire ; elle semble même y voir la mise en œuvre d'une sorte d'obligation de prudence.

Enfin, en l'espèce, la Cour EDH estime « que le caractère inédit, au regard notamment de la jurisprudence, de la question juridique posée ne [constituait] pas en soi une atteinte aux exigences d'accessibilité et de prévisibilité de la loi, dès lors que la solution retenue faisait partie des interprétations possibles et raisonnablement prévisibles ». Là encore apparaît la limite inévitable du système : quelles étaient les « interprétations possibles et raisonnablement prévisibles » qui devaient être envisagées par les requérants ? Difficile à dire, on en conviendra. Cependant, cet appel aux « interprétations possibles et raisonnablement prévisibles » est justifié, sauf à se mettre en contradiction avec le point de départ : la loi, parce qu'elle est générale, doit être complétée par l'interprétation jurisprudentielle. Or, parmi les interprétations de la loi, il en est qui sont raisonnablement prévisibles, même si leur connaissance suppose de faire appel à des conseils spécialisés.

Pour terminer, on notera la très grande cohérence du raisonnement de la Cour EDH, que l'on partage en tout point. ■

Le tracé de frontière entre défaut d'appel de couverture et inexécution du devoir de mise en garde

Cass. com. 4 oct. 2016, n° 13-26.285, inédit.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Non publié au bulletin, l'arrêt rendu par la chambre commerciale de la Cour de cassation le 4 octobre mérite un bref signalement, à raison de l'articulation qu'il invite à faire entre deux courants jurisprudentiels désormais bien établis.

Tandis que le défaut d'appel de couverture, dont il est admis depuis l'arrêt Société Coral¹ qu'il entraîne la respon-

sabilité non seulement professionnelle mais aussi contractuelle des prestataires de services d'investissement, fait l'objet d'une indemnisation à hauteur de l'aggravation du solde du compte de l'investisseur², le manquement des mêmes prestataires de services d'investissement au titre de leur devoir de mise en garde des investisseurs non avertis ne donne lieu à indemnisation qu'à hauteur de la perte d'une chance de n'avoir pas pu adopter une autre stratégie d'investissement³.

Or, est-il bien toujours aisé de distinguer défaut d'appel

Dr. sociétés 2008, n° 161, note T. Bonneau ; RD banc. fin. 2008, n° 91, obs. A.-C. Muller.

2. Com. 22 mai 2012, n° 11-17.936, Bull. civ. IV n° 105 ; RD banc. fin. 2012, n° 132, obs. A.-C. Muller ; Bull. Joly Bourse 2012, p. 344, obs. L. Ruet, solution récemment réitérée par Cass. com. 19 janv. 2016, n° 14-18.377 et 15-11.087, inédit, sur lequel v. nos observations dans cette chronique, n° 166, mars-avril 2016, p. 53.

3. Une jurisprudence constante depuis Com. 10 déc. 1996, Bull. civ. IV n° 307 ; D. 1997, IR 15 ; Bull. Joly Bourse, 1997, p. 205, note H. de Vauplane.

1. Com. 26 févr. 2008, n° 07-10.761, Bull. civ. IV n° 42 ; RTD Com. 2008, p. 371, obs. M. Storck ;

de couverture et inexécution du devoir de mise en garde ? Ce n'est manifestement pas ce qu'estimait un investisseur qui recherchait la responsabilité d'un prestataire pour avoir, d'office, liquidé ses positions résultant de l'acquisition de titres avec service de règlement différé en raison d'une couverture insuffisante.

L'intermédiaire avait été condamné en appel à indemniser le demandeur à hauteur de la perte de chance de n'avoir pas « ajusté lui-même sa couverture », et ce en raison d'un « défaut de mise en garde concernant le risque SRD et un manquement à son obligation de mettre en demeure son client de compléter ou de reconstituer sa couverture afin de lui permettre de réaliser les arbitrages de son choix ». Cette rédaction tortueuse des motifs critiqués de l'arrêt d'appel explique la recherche habile d'une ambiguïté critiquée par le pourvoi : au fond, la véritable origine de dommage se situait non tant dans un défaut de mise en garde que dans un manquement du prestataire à son obligation d'exiger une couverture, obligation qui, n'étant affectée d'aucun aléa, ne devait pas être limitée à une perte de chance.

Reprenant les motifs de l'arrêt d'appel, la Cour de cassation rejette lapidairement le pourvoi en énonçant « qu'ayant retenu que la société avait commis une faute en s'abstenant de mettre en garde M. X..., préalablement à l'engagement des opérations, sur les risques attachés au service de règlement différé et en manquant à son obligation de mise en demeure de son client aux fins de compléter ou reconstituer la couverture, la cour d'appel a retenu à bon droit que le préjudice subi par M. X... était constitué par la perte de la chance de ne pas recourir au service à règlement différé et de réajuster la couverture ».

Il est inutile d'exagérer la portée d'un arrêt dont l'absence de publication indique la volonté de ne pas lui conférer de rayonnement particulier. Il n'est pas inutile, en revanche, de souligner que sa rédaction révèle l'exercice d'un contrôle par la Cour de cassation sur l'identification du véritable fait générateur du préjudice subi.

En substance, semble dire l'arrêt, la cause première du préjudice subi se situait dans le défaut de mise en garde mais cette mise en garde est associée, dans le sens de

l'arrêt d'appel, au défaut de mise en demeure préalable à la liquidation des positions qui aurait permis de reconstituer la couverture. La perte de chance finit par amalgamer au plan indemnitaire les conséquences d'une double faute commise selon une chronologie, et comprend tend la décision d'investissement que le fait de n'avoir pas pu « réajuster la couverture ». En somme, plutôt que de départager les deux inexécutions, la Cour de cassation sous-crit au raisonnement des juges du fond consistant à faire découler l'une de l'autre.

Arrêt d'espèce peut-être, mais arrêt discutable tout de même. La question soulevée par le pourvoi était claire et il est regrettable que la chambre commerciale y ait apporté une réponse porteuse de la même ambiguïté que celle donnée par les juges du fond. Au fond, il y avait bien eu deux fautes, souverainement constatées, la seconde ne découlant pas nécessairement de l'autre. Là où sa propre jurisprudence distingue, il est regrettable que la Cour de cassation ne la suive pas.

Concluons en énonçant que la difficulté réside précisément non dans la distinction entre devoir de mise en garde et exigence d'appel de couverture, mais dans celle de leur traitement indemnitaire qui, ainsi que le révèle l'arrêt du 4 octobre, conduit à une différence de traitement aujourd'hui acquise dont les fondements ne sont pourtant pas indiscutables. Est-il si évident que l'investisseur profane mal informé des risques attachés à son investissement ne subisse qu'une perte de chance, compte tenu de la fonction de marché que remplissent les prestataires de services d'investissement ? C'est, en vérité, le recours systématique à la perte de chance qui pourrait être abandonné dans les rapports bilatéraux et intuitu personae qu'entretiennent les investisseurs avec les « intermédiaires » financiers, ces derniers étant leurs seuls véritables interlocuteurs⁴. ■

4. V. à ce sujet, nos analyses dans *Essai sur les fonctions de l'information en droit des instruments financiers*, préf. F. Drummond, Dalloz, 2014, p. 227-241, n° 393 et s.

Abus de marché – Cumul des délits et manquements de diffusion de fausses informations – Portée de la déclaration d'inconstitutionnalité dans le temps.

Décision n° 2016-572 QPC du 30 septembre 2016.

Commentaire de Jérôme Chacornac

Après les opérations d'initié, c'est au tour des manipulations de marché par diffusion d'informations fausses ou trompeuses de subir les foudres du Conseil constitutionnel sous l'angle de la possibilité d'un cumul des répressions pénale et administrative¹.

1. J.-H. Robert, note à paraître au JCP G.

La décision présente cependant un intérêt tout particulier du fait que la loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché², entrée en vigueur le 23 juin dernier et accompagnée de son décret d'application³, est déjà venue tirer les conséquences de la déclaration d'inconstitutionnalité du cumul répressif des opérations d'initiés, prononcée avec fracas le 18 mars 2015⁴.

2. Sur laquelle, cette chronique, n° 168, p. 21 et s., les contributions de A.-C. Rouaud, J.-J. Daigre, et la nôtre. Également, le commentaire de Pauline Pailler, RDBF, sept.-oct. 2016, à paraître ; P.-H. Conac, « La loi du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché », *BJB* juillet 2016, p. 323 ; T. Bonneau, « La réforme du système de répression des abus de marché », *JCP E* n° 27-28, 7 juillet 2016, 1412.

3. Décret du 11 août 2016, n° 2016-1121, publié au *JO* le 14 août, dont les dispositions essentielles sont désormais codifiées aux articles R. 465-1 à R. 465-4 du Code monétaire et financier, sur lequel v. nos observations dans cette chronique, n° 169, p. 25.

4. Déc. Cons. const. n° 2014/453-454 QPC et 2015-462 QPC du 18 mars 2015 : *JCP G* 2015,

Il s'agissait pour le Conseil constitutionnel de juger d'un droit déjà sorti de vigueur, en raison d'une QPC transmise après même l'entrée en vigueur de la loi nouvelle⁵.

Condamnés par la Commission des sanctions de l'AMF au titre du manquement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses sur le fondement de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier dans sa version issue de la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010, plusieurs mis en cause avaient soulevé, à l'occasion d'un pourvoi contre l'arrêt ayant confirmé la décision de sanction, deux questions prioritaires de constitutionnalité rédigées dans des termes quasi identiques. Il s'agissait une nouvelle fois de déterminer la constitutionnalité du cumul des poursuites et sanctions pénale et administrative au regard du principe de nécessité et de proportionnalité des peines, ainsi que, selon l'une des deux questions, du « principe non bis in idem qui en découle ».

Il est peu à dire sur la transmission même par la chambre commerciale⁶ au Conseil constitutionnel de la QPC qui, portant cette fois sur l'ancien article L. 465-2 du Code monétaire et financier couplé à l'article L. 621-15, était nouvelle et ne pouvait que revêtir un caractère sérieux, depuis la décision du 18 mars 2015.

Les mêmes causes produisant les mêmes effets, le Conseil constitutionnel s'en tient au raisonnement adopté dans sa décision fondatrice et passe au crible de son test d'identité quadripartite des répressions le délit et le manquement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses.

À l'instar des délit et manquement d'initié, les délit et manquement de diffusion d'informations fausses ou trompeuses tendent à réprimer les mêmes faits (§ 8), protègent les mêmes intérêts sociaux (§ 10), font l'objet de sanctions qui ne sont pas de nature différente en raison de leur grande sévérité (§ 12)⁷ et ne sont pas l'application de corps de règles distincts, pour tous les justiciables qui ne relèvent pas du contrôle de l'AMF au sens de l'article L. 621-9, II (§ 13)⁸.

À suivre la démonstration, on pouvait s'attendre à ce que la conclusion fût identique, ce qu'elle n'est pourtant pas, quoiqu'elle aboutisse au même résultat.

La conclusion n'est pas identique car les questions transmises n'étaient pas rédigées comme celles ayant conduit à la décision du 18 mars 2015. L'une de ces dernières⁹ visait de manière rigoureuse non seulement les

dispositions d'incrimination – définition du délit comme du manquement d'initié – mais aussi les règles rendant possibles ou postulant, sur le terrain procédural, le cumul répressif (communication par l'AMF au parquet des faits susceptibles de constituer des délits – L. 621-15-1, ancien – ; imputation de la sanction pécuniaire sur l'amende – L. 621-16 – ; impossibilité pour l'AMF de se constituer partie civile au pénal lorsqu'elle avait concurremment exercé ses pouvoirs de sanction – L. 621-16-1).

Or, en l'espèce, les deux QPC transmises portaient exclusivement sur les dispositions de fond, définissant manquement et délit. Saisi d'une telle question, le Conseil constitutionnel adopte une motivation adaptée à la situation en énonçant que si les dispositions contestées – qui se bornent à la définition des comportements répréhensibles – n'instituent en elles-mêmes aucun cumul répressif (§ 14), il n'en reste pas moins que seule la loi nouvelle et son nouveau dispositif « d'aiguillage » permet d'éviter un tel cumul. Or, ce dispositif étant, par hypothèse, sans application à la période antérieure à son entrée en vigueur, le Conseil constitutionnel rappelle que la coexistence des deux infractions présente un risque d'inconstitutionnalité tenant à la possibilité de cumul répressif qui résultait du droit antérieur.

Le Conseil constitutionnel réussit à maintenir la cohérence de sa jurisprudence nouvelle par une arabesque imposée par les termes de la question. Si les textes de fond ne sont pas, en eux-mêmes, contraires à la Constitution, ainsi que l'énonce le dispositif, c'est sous la réserve d'interprétation, formulée au paragraphe 16, qu'aucune poursuite ne puisse être entamée par l'autorité administrative ou le ministère public, postérieurement à l'amorce d'une précédente poursuite. En somme, la règle issue du désormais célèbre paragraphe 36 de la décision du 18 mars 2015, qui avait vocation à aménager dans le temps les effets de l'abrogation différée du dispositif antérieure, joue ici comme une simple réserve d'interprétation pour apprécier la constitutionnalité de textes de fond qui, en eux-mêmes et considérés isolément, n'ont vocation à entraîner qu'une seule poursuite.

Le résultat est donc le même : si le délit comme le manquement de diffusion de fausses informations sont constitutionnels, leur application doit se faire sous la réserve qu'aucune poursuite ne puisse être engagée par l'autorité administrative ou l'autorité judiciaire, dès lors qu'une première poursuite a été exercée par l'autre. ■

368, note F. Sudre ; cette revue, n° 160, p. 35, note A.-C. Rouaud ; *Bull. Joly Bourse* 2015, § 1123, p. 2014, note Th. Bonneau ; *RLDA* 2015, n° 105, note F. Stasiak ; *Bull. Joly Sociétés* 2015, § 11314, p. 273, note A. Gaudemet ; *Dr. pén.* 2015, com. 79, note V. Peltier ; *RD bancaire et fin.* 2015, comm. 63, note P. Pailler.

5. Com. 5 juill. 2016, n° 15-29.098 et 15-29.144, inédit.

6. Com. 5 juill. 2016, préc.

7. La version en vigueur de l'article L. 621-15 du Code monétaire et financier à l'époque des faits, également issue de la loi du 22 octobre 2010, ne pouvait conduire à questionner le caractère de la sanction, à l'image du raisonnement – tout à fait discutable par ailleurs – ayant conduit le Conseil constitutionnel à distinguer les situations dans le temps en fonction de la gravité de la sanction, dans sa décision du 14 janvier 2016 n° 2015-513/514/526 QPC, sur laquelle v. cette chronique, n° 165, p. 55-56.

8. Sur l'amputation de ce dernier critère, qui ne fait plus aujourd'hui référence à l'ordre juridictionnel compétent, les précisions relatives à l'évolution de la jurisprudence apportées par J.-H. Robert, dans sa note précitée, à paraître au JCP G.

9. Crim. 17 déc. 2014, n° 14-90.043, arrêt n° 7608.

■ RÉGLEMENTATION

Marchés d'instruments financiers – Transposition et adaptation du droit français à la directive et au règlement du 15 mai 2014 relatifs aux marchés financiers.

Ordonnance n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers.

Commentaire d'Anne-Claire Rouaud¹

Après avoir adapté le droit français aux textes européens relatifs aux abus de marché² et aux dépositaires centraux de titres³, il restait au législateur français à procéder aux modifications nécessaires pour se conformer aux textes européens relatifs aux marchés d'instruments financiers. Prise sur le fondement de la loi n° 2014-1662 du 30 décembre 2014 portant diverses dispositions d'adaptation de la législation au droit de l'Union européenne en matière économique et financière, l'ordonnance du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers⁴ transpose la directive 2014/65/UE (dite MiFID II⁵) et adapte le droit interne au règlement n° 600/2014 (dit MiFIR) relatifs aux marchés d'instruments financiers. Tel est l'objet de son premier chapitre, objet de ce commentaire, le chapitre 2 comportant des dispositions relatives à l'outre-mer et le chapitre 3 étant consacré aux dispositions diverses et finales.

Étant observé que la transposition n'intervient finalement pas in extremis mais avec de l'avance, puisque le jour même de la signature de l'ordonnance, de nouveaux textes ont été adoptés au niveau européen⁶ pour repousser la date limite de transposition – initialement fixée au

3 juillet 2016, et reportée au 3 juillet 2017 – ainsi que la date d'application du nouveau dispositif – reportée du 3 janvier 2017 au 3 janvier 2018 –, ce afin de permettre la mise en place des infrastructures de collecte de données nécessaires, dont dépend l'application du nouveau cadre juridique⁷. Aussi les dispositions issues de l'ordonnance du 23 juin 2016 entreront-elles en vigueur, pour leur quasi-totalité, le 3 janvier 2018⁸.

On sait que la mise en concurrence des lieux d'exécution opérée par la première directive MIF⁹, qui a consacré deux autres types de systèmes de négociation à côté des marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les internalisateurs systématiques, a favorisé le développement de systèmes d'exécution des ordres exploitant les failles du cadre réglementaire pour échapper aux obligations de transparence qui devaient permettre d'assurer les bonnes conditions de la concurrence¹⁰. Aussi le bilan était-il plus que mitigé après quelques années, en raison de la réduction de la taille moyenne des transactions, de la fragmentation de la liquidité et de la dégradation du mécanisme de formation des prix¹¹, sans que s'ensuive une réduction des coûts pour l'investisseur final, surtout non professionnel. La révision de la directive avait ainsi pour objectif de remédier à ces difficultés en renforçant le cadre réglementaire des marchés d'instruments financiers, et notamment des opérations de gré à gré. Tandis que le règlement MIF renforce les règles relatives à la transparence des négociations, la directive MIF II introduit de nombreuses modifications d'importance, concernant notamment les limites de positions sur dérivés sur matières premières, l'encadrement du trading algorithmique à haute fréquence, la création d'une nouvelle catégorie de plate-forme de négociation, les systèmes organisés de négociation, ou encore le renforcement de la protection des investisseurs.

Dans le sillage des textes européens, l'ordonnance apporte d'importantes modifications concernant tant les marchés (I.) que les prestataires et la protection des investisseurs (II.).

I. LES MARCHÉS

Les principales innovations concernant les marchés ont trait à la typologie et à l'encadrement des plates-formes de négociation ainsi qu'à l'amélioration de la transparence.

1. La suite de ce commentaire sera publiée dans le prochain numéro de la chronique.
2. Dir. PE et Cons. UE 2014/57/UE du 16 avril 2014 relative aux sanctions pénales applicables aux abus de marché et régl. PE et Cons. UE n° 596/2014 du 16 avril 2014 sur les abus de marché, JOUE n° L 173 du 12 juin 2014; Loi n° 2016-819 du 21 juin 2016 réformant le système de répression des abus de marché, JO n° 0144 du 22 juin 2016, texte n° 1; Banque et Droit n° 169, juill.-août 2016, p. 21, A.-C. Rouaud, J.-J. Daigre et J. Chacornac.
3. Régl. PE et Cons. UE n° 909/2014 du 23 juillet 2014 concernant l'amélioration du règlement des opérations sur titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, JOUE n° L 257 du 28 août 2014; Ord. n° 2015-1686 du 17 décembre 2015, JO n° 0293 du 18 décembre 2015, texte n° 19.
4. Ord. n° 2016-827 du 23 juin 2016 relative aux marchés d'instruments financiers, JO n° 0146 du 24 juin 2016, texte n° 17; Th. Bonneau, « La réforme des marchés d'instruments financiers », JCP E 2016, n° 30-34, p. 41; R. Vabres, Dr. sociétés n° 8-9, août 2016, comm. 148 et n° 10, oct. 2016, comm. 167.
5. Dir. PE et Cons. UE 2014/65/UE du 15 mai 2014 et régl. PE et Cons. UE n° 600/2014 du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant le règlement (UE) n° 648/2012, JOUE n° L 173, 12 juin 2014, p. 349 et p. 84; Th. Bonneau, « MIF 2 : aperçu général de la directive et du règlement du 15 mai 2014 », RDBF 2014, dossier 59; P. Pailler, « Les projets européens de révision de la directive sur les marchés financiers », RDBF mars 2012, étude 4.
6. MiFID II, art. 93. Dir. PE et Cons. UE 2016/1034 du 23 juin 2016 modifiant la directive 2014/65/UE concernant les marchés d'instruments financiers et régl. PE et Cons. UE n° 2016/1033 du 23 juin 2016 modifiant le règlement (UE) n° 600/2014 concernant les marchés d'instruments financiers, le règlement (UE) n° 596/2014 sur les abus de marché et le règlement (UE) n° 909/2014 concernant l'amélioration du règlement de titres dans l'Union européenne et les dépositaires centraux de titres, art. 1^{er}: JOUE n° L 175, 30 juin 2016, p. 8 et p. 1.

7. Dir. 2016/1034, cons. 6 à 9.

8. Ord. n° 2016-827 préc., art. 28.

9. Dir. PE et Cons. 2004/39/CE du 21 avril 2004 concernant les marchés d'instruments financiers, JOUE n° L 145 du 30 avril 2004, transposée en droit français par l'ord. n° 2007-544 du 12 avril 2007 relative aux marchés d'instruments financiers, JO n° 87 du 13 avril 2007, texte n° 9.

10. V. notamment Ch. Fleuriot, « Rapport au ministre de l'Économie, de l'Industrie et de l'Emploi sur la révision de la directive sur les Marchés d'Instruments Financiers », février 2010; Rapport AMF, dirigé par J.-P. Pinatton et O. Poupard-Lafarge, 11 juin 2010; « Les enjeux liés à l'émergence des Dark Pools et des Crossing Networks », Fiche presse AMF du 20 octobre 2009, site de l'AMF; F.-R. Benois, « Le nouveau paradigme de la concurrence des marchés d'actions européens : parangon ou repoussoir? », RDBF novembre-décembre 2010, comm. 26, p. 16.

11. Encore que les avis soient divergents sur ce point.

1. Les plates-formes de négociation

L'ordonnance modifie les dispositions du titre II, relatif aux plates-formes de négociation, du livre IV du Code monétaire et financier consacré aux marchés¹². Si les intitulés des chapitres consacrés aux marchés réglementés (chap. 1 à 3) et aux systèmes multilatéraux de négociation (chap. 4) demeurent inchangés, deux innovations notables sont apportées à l'organisation de ce titre. La première tient à l'introduction d'un chapitre préliminaire regroupant les dispositions communes aux différentes plates-formes de négociation (articles L. 420-1 à L. 420-18 nouveaux du Code monétaire et financier), ce qui est de nature à éviter les redites et à alléger quelque peu les textes. La seconde concerne le chapitre 5, précédemment consacré aux internalisateurs systématiques, qui traite désormais des systèmes organisés de négociation, les dispositions relatives aux internalisateurs systématique étant basculées dans le Livre V parmi les règles applicables aux prestataires de services¹³. Cette nouvelle distribution est la suite logique de la distinction entre modes de négociation multilatéraux et bilatéraux consacrée par la directive MIF II¹⁴, la notion de plate-forme de négociation recouvrant les systèmes multilatéraux tandis que l'internalisation relève du bilatéral.

Les nouvelles dispositions communes sont ainsi complétées par les dispositions spéciales propres à chaque catégorie de plate-forme de négociation, elles-mêmes retouchées et complétées.

1.1. Dispositions communes

Les 18 articles composant le nouveau chapitre préliminaire sont ordonnés en huit sections. La première section (art. L. 420-1 nouveau du Code monétaire et financier) est consacrée aux définitions. On y retrouve les deux catégories génériques introduites par la directive MIF II dans un effort de classification des lieux d'exécution. Celle de plate-forme de négociation, qui recouvre les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation¹⁵; et celle de système multilatéral, qui désigne un système ou un dispositif au sein duquel de multiples intérêts acheteurs et vendeurs exprimés par des tiers pour des instruments financiers peuvent interagir¹⁶, ce qui englobe également les marchés réglementés, les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation. L'accès électronique direct est également défini, par lequel un membre d'une plate-forme de négociation permet à une personne d'utiliser son code de négociation pour transmettre des ordres directement à celle-ci¹⁷.

La deuxième section (art. L. 420-2 nouveau du Code monétaire et financier) est relative à l'interdiction de la

négociation pour compte propre, posée en ces termes : « Le gestionnaire d'une plate-forme de négociation n'engage pas ses propres capitaux ni ne négocie par appariement avec interposition de son compte propre sur les plates-formes qu'il gère »¹⁸. Le législateur français a ainsi choisi de formuler une interdiction générale valant pour toutes les plates-formes de négociation, tandis que la règle est posée distinctement pour chaque catégorie de plate-forme dans la directive, de manière catégorique pour les marchés réglementés et les systèmes multilatéraux de négociation¹⁹ et de manière beaucoup plus nuancée pour les systèmes organisés de négociation²⁰. Aussi l'interdiction de principe posée au titre des dispositions communes est-elle assortie d'une exception pour ces derniers²¹.

La troisième section (art. L. 420-3 à L. 420-8 nouveaux du Code monétaire et financier) rassemble les exigences organisationnelles communes aux différentes plates-formes de négociation. Il s'agit principalement de l'obligation pour le gestionnaire d'une plate-forme d'assurer la résilience de ses systèmes, y compris en période de tension sur les marchés, ce qui doit être vérifié en procédant à des tests²²; de mettre en place des mécanismes de suspension des négociations et de coupe-circuit, ainsi que des mécanismes permettant de rejeter les ordres manifestement erronés ou dépassant certains seuils de volume ou de prix, voire, dans des cas exceptionnels, d'annuler, de modifier ou de corriger des transactions²³; de mettre en place des mécanismes et procédures visant à s'assurer que les systèmes de négociation algorithmique ne créent pas des conditions de négociation de nature à perturber le bon ordre du marché²⁴; et d'adopter un certain nombre de mesures supplémentaires lorsqu'il permet la fourniture d'un accès électronique direct²⁵. Les exigences organisationnelles comprennent également l'encadrement des relations entre le gestionnaire d'une plate-forme de négociation et les prestataires de services d'investissement agissant en tant que teneurs de marché sur cette plate-forme²⁶, l'obligation pour le gestionnaire d'une plate-forme de se doter de règles transparentes, équitables et non discriminatoires en matière de colocalisation²⁷ ainsi que de structures tarifaires transparentes, équitables et non discriminatoires²⁸, de mettre à la disposition de l'AMF les données relatives au carnet d'ordres ou de lui permettre d'accéder au carnet afin qu'elle puisse suivre les

12. Ord. n° 2016-827 préc., art. 3 à 7.

13. Voir *infra*, II.

14. A.-C. Rouaud, « Typologie des systèmes de négociation dans les projets de révision de la directive MIF », RTDF n° 1, janvier 2013, p. 103.

15. Art. L. 420-1, I, al. 1^{er} nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 24^o.

16. Art. L. 420-1, I in fine nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 19^o.

17. Art. L. 420-1, I, al. 4 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 41^o.

18. Art. L. 420-2, al. 1^{er} nouveau C. mon. fin.

19. MIFID II, art. 47, § 2 et art. 19, § 5 respectivement.

20. MIFID II, art. 20, § 1.

21. Voir *infra*, I.2.

22. Art. L. 420-3, I C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 1.

23. Art. L. 420-3, II C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 4 et 5.

24. Cela inclut diverses mesures, telles que l'identification des ordres générés par des systèmes de négociation algorithmique à haute fréquence, la limitation de la proportion d'ordres non exécutés, ou encore l'établissement d'un pas de cotation minimal : art. L. 420-3, III C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 6 et 10.

25. Art. L. 420-3, IV C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 7.

26. Art. L. 420-4 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 2.

27. Art. L. 420-5 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 8.

28. Art. L. 420-6 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 48, § 10.

transactions²⁹ et de mettre en œuvre des pas de cotation pour certains instruments financiers³⁰. Toutes ces exigences, édictées dans la directive MIF II pour les marchés réglementés³¹, sont également applicables aux systèmes multilatéraux de négociation et aux systèmes organisés de négociation sur renvoi³² ; il est donc pertinent de les faire figurer dans les dispositions communes.

La quatrième section (art. L. 420-9 nouveau du Code monétaire et financier) est relative au contrôle du respect des règles de la plate-forme de négociation et des autres obligations.

La cinquième section (art. L. 420-10 nouveau du Code monétaire et financier) rassemble les dispositions relatives à la suspension et à la radiation des instruments financiers, auparavant envisagées distinctement pour les différents types de plate-forme de négociation. La faculté pour le gestionnaire de suspendre ou de retirer de la négociation tout instrument financier qui n'obéit plus aux règles du marché considéré, l'obligation corrélatrice de suspendre ou de retirer également les instruments dérivés liés, ou encore la faculté pour les autorités compétentes de l'ensemble des États membres d'exiger que l'instrument considéré soit retiré de la négociation par les autres systèmes (multilatéraux ou internalisateurs systématiques) relevant de leur compétence, sont en effet formulées par la directive MIF II dans les mêmes termes – *mutatis mutandis* – pour les marchés réglementés et pour les systèmes multilatéraux de négociation et les systèmes organisés de négociation³³. En conséquence, seules les règles relatives à l'admission aux négociations font désormais l'objet de dispositions spécifiques pour chaque catégorie de plate-forme³⁴.

La sixième section regroupe les dispositions relatives aux limites de positions et aux déclarations de positions, qui font respectivement l'objet d'une première et d'une seconde sous-sections. Les limites de positions, jusqu'ici prévues en droit français pour les seuls marchés réglementés par la loi du 26 juillet 2013³⁵, basculent ainsi dans les dispositions communes et font l'objet de développements plus étoffés (art. L. 420-11 à L. 420-15 nouveaux du Code monétaire et financier³⁶). Elles sont établies par l'AMF, qui détermine la taille de la position nette qu'une personne peut détenir à tout moment sur les instruments dérivés sur matières premières négociés sur des plates-formes de négociation et sur les contrats de gré à gré économiquement équivalents. Dans le prolongement des mesures préconisées lors du G20 de Pittsburgh en 2009 et de l'accord du G20 de Cannes en 2011, il s'agit de renforcer les pouvoirs d'intervention des autorités de

régulation afin de prévenir les abus de marché et de lutter contre la volatilité excessive des prix sur matières premières, notamment en veillant à la convergence entre les prix des instruments dérivés et les prix au comptant du sous-jacent³⁷. Les limites de positions sont fixées par l'AMF pour chaque instrument dérivé concerné en s'appuyant sur la méthodologie de calcul déterminée par l'AEMF et sont préalablement notifiées à cette dernière³⁸, l'AMF ayant en outre la possibilité d'imposer à titre exceptionnel des limites plus restrictives³⁹. Les pouvoirs de l'AMF se trouvent ainsi étendus par l'effet de la transposition de la directive, sur ce point comme sur d'autres.

Dans le même objectif, l'obligation de déclaration des positions (art. L. 420-16 nouveau du Code monétaire et financier) instaurée par la directive MIF II, pèse sur les gestionnaires de plates-formes de négociation sur lesquelles sont négociés des dérivés sur matières premières, des quotas d'émission ou des dérivés sur quotas d'émission⁴⁰. Plus détaillée que l'obligation de déclaration créée en droit français par la loi du 26 juillet 2013⁴¹, elle se décompose en une obligation quotidienne d'information de l'AMF et une obligation hebdomadaire de publication et de communication à l'AMF et à l'AEMF d'un rapport présentant les positions détenues, agrégées par catégories de détenteurs de positions (entreprises d'investissement et établissements de crédit, sociétés de gestion, autres établissements financiers et sociétés commerciales).

La septième section comporte un bref article L. 420-17 relatif à l'obligation pour les plates-formes de négociation de mettre à la disposition du public annuellement et gratuitement les informations relatives à la qualité d'exécution des transactions⁴².

Enfin, la huitième et dernière section (art. L. 420-18 nouveau du Code monétaire et financier) est consacrée à la libre prestation de services sur le territoire des États membres de l'Union européenne ou parties à l'accord sur l'Espace économique européen.

1.2. Dispositions spécifiques à chaque catégorie de plate-forme de négociation

L'ordonnancement du chapitre I^{er}, relatif aux marchés réglementés⁴³ (art. L. 421-1 à L. 421-20 nouveaux du Code monétaire et financier), est inchangé, à deux exceptions près : la section 4 traite désormais uniquement de l'admission aux négociations, les dispositions relatives à la suspension et à la radiation des instruments financiers figurant désormais parmi les règles communes⁴⁴ ; et

29. Art. L. 420-7 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 48, § 11.

30. Art. L. 420-8 nouveau C. mon. fin. ; MIFID II, art. 49.

31. MIFID II, art. 48 et 49.

32. MIFID II, art. 18, § 5.

33. MIFID II, art. 52 et 32 respectivement.

34. Voir *infra*.

35. Actuel art. L. 421-16-2 C. mon. fin., issu de la loi n° 2013-672 du 26 juillet 2013 de séparation et de régulation des activités bancaires (art. 14) ; P. Pailler, « La régulation du marché des matières premières », *BJB* n° 12, déc. 2013, § 110w6, p. 618.

36. MIFID II, art. 57. L'article L. 421-16-2, relatif aux limites de position sur les marchés réglementés, est en conséquence abrogé.

37. Voir MIFID II, cons. 125 à 128.

38. Art. L. 420-11 nouveau C. mon. fin.

39. Art. L. 420-12 nouveau C. mon. fin.

40. MIFID II, cons. 129 et art. 58.

41. L'article L. 451-5 C. mon. fin., issu de la loi précitée du 26 juillet 2013 et imposant une obligation d'information à toute personne détenant des instruments financiers dont le sous-jacent est constitué, en tout ou partie, d'une matière première agricole, au-delà de certains seuils, est par conséquent abrogé. En revanche, les obligations supplémentaires de déclaration (art. L. 511-4-2 C. mon. fin.) et l'interdiction de constituer des stocks de matières premières (art. L. 511-8-2 C. mon. fin.) imposées aux établissements de crédit par cette même loi sont maintenues.

42. MIFID II, art. 27, § 3.

43. Objet de l'article 4 de l'ordonnance.

44. Voir *supra*.

la section 6 est supprimée, puisque les obligations de transparence avant et après négociation sont dorénavant régies par le règlement européen⁴⁵. La définition des marchés réglementés est inchangée mais le premier alinéa du II de l'article L. 421-1, qui prévoyait la possibilité de négocier des quotas d'émission sur un marché réglementé, est supprimé⁴⁶; cette précision devient en effet inutile dès lors que les quotas d'émission sont désormais assimilés aux instruments financiers pour l'application des dispositions relatives aux plates-formes de négociation⁴⁷. De nouveaux articles (art. L. 421-7-1 à L. 421-7-5) sont ajoutés pour transposer les exigences de la directive MIF II relatives aux organes de direction et aux membres du conseil d'administration ou de surveillance de l'entreprise de marché⁴⁸: exigences d'honorabilité et de compétence; obligation pour les entreprises de marché ayant une importance significative de créer un comité des nominations chargé notamment, en amont, d'apprécier l'aptitude des candidats et, en aval, d'évaluer périodiquement les organes sociaux⁴⁹; limitation du cumul des mandats, de manière à ce que les dirigeants « consacrent un temps suffisant à l'exercice de leurs fonctions »⁵⁰; dispositif de gouvernance de l'entreprise de marché... Parmi les principales nouveautés, signalons également la modification des articles L. 421-12 et L. 421-13, pour tenir compte de la faculté pour les membres de marché, instaurée par la directive MIF II afin de promouvoir la concurrence entre les systèmes de post-marché, de choisir un système de règlement livraison⁵¹ ou une chambre de compensation autres que ceux désignés par l'entreprise de marché, le cas échéant d'un autre État membre.

Le chapitre IV, relatif aux systèmes multilatéraux de négociation⁵² (art. L. 424-1 à L. 424-10 nouveaux du Code monétaire et financier), connaît des modifications similaires à celles opérées pour les marchés réglementés: suppression des règles relatives à la suspension et au retrait des instruments financiers, relevant désormais des dispositions communes – le champ de la section 3 est ici également réduit à l'admission aux négociations –, ainsi que de celles relatives aux obligations de transparence avant et après négociation (qui faisaient l'objet de la section 5), régies par le nouveau règlement européen, et modification des dispositions relatives au dénouement des transactions (art. L. 424-3 nouveau) pour tenir compte de la faculté des membres de marché de recourir au système de règlement livraison et à la chambre de compensation de leur choix.

En dehors de ces points, les quatre premières sections ne connaissent pas de modifications essentielles.

La définition du système multilatéral de négociation est inchangée, si ce n'est pour préciser que « le système compte au moins trois membres ou utilisateurs significativement actifs, chacun d'eux ayant la possibilité d'interagir avec tous les autres en matière de formation des prix »⁵³ (art. L. 424-1, al. 2 nouveau) et pour remplacer le terme d'« exploitant » par celui de « gestionnaire » du système. La section 7, qui contenait des dispositions transitoires, est supprimée.

Mais la principale nouveauté tient à l'introduction de dispositions relatives au marché de croissance des petites et moyennes entreprises (nouvelle section 5; art. L. 424-6 à L. 424-8 nouveaux), sorte de « label », création de la directive MIF II, dont pourront bénéficier les systèmes multilatéraux de négociation à certaines conditions, pour faciliter le financement des PME par le marché⁵⁴. On sait que le financement des PME compte parmi les objectifs de la Commission européenne, qui l'a depuis inscrit dans le plan d'action pour construire l'Union des marchés des capitaux présenté en 2015⁵⁵ et réaffirmé tout récemment⁵⁶. Le gestionnaire d'un tel système pourra ainsi solliciter l'enregistrement de celui-ci auprès de l'AMF en tant que marché de croissance des petites et moyennes entreprises dès lors que 50 % au moins des émetteurs dont les titres sont admis à la négociation sur ce système sont des PME⁵⁷ au moment de l'enregistrement et au cours de toute année civile ultérieure et que le système répond aux conditions de fonctionnement fixées par décret⁵⁸.

Le chapitre V⁵⁹, précédemment consacré aux internalisateurs systématiques, l'est désormais à la nouvelle catégorie de plates-formes de négociation créée par la directive MIF II⁶⁰, celle des systèmes organisés de négociation (art. L. 425-1 à L. 425-10 nouveaux du Code monétaire et financier). Bâti sur le même plan que ceux relatifs aux deux autres types de plates-formes de négociation, il comporte cinq sections: « Définition, agrément ou autorisation du gestionnaire » (Section 1, art. L. 425-1 nouveau), « Conditions de fonctionnement » (Section 2, art. L. 425-2 à L. 425-6 nouveaux), « Admission aux négociations » (Section 3, art. L. 425-7 nouveau), « Régime des clients » (Section 4, art. L. 425-8 nouveau) et « Systèmes organisés de négociation européens » (Section 5, art. L. 425-9 et L. 425-10 nouveaux).

Un système organisé de négociation est un système multilatéral qui assure la rencontre en son sein et à la discrétion du gestionnaire de multiples intérêts ache-

45. MIFIR, Titre II, art. 3 à 13, pour les plates-formes de négociation.

46. Cette disposition avait été introduite par la loi n° 2010-1249 du 22 octobre 2010 de régulation bancaire et financière (art. 9); Th. Bonneau, JCP E 2010, 1966.

47. Art. L. 420-1, II nouveau C. mon. fin. Voir infra, II, et les observations critiques de Th. Bonneau, commentaire préc., spéc. n° 7.

48. MIFID II, art. 45.

49. Art. L. 421-7-3 nouveau C. mon. fin.

50. Art. L. 421-7-1, I, 1° nouveau C. mon. fin.

51. Conformément au règlement (UE) n° 909/2014 préc.

52. Objet de l'article 6 de l'ordonnance.

53. Comme cela a été relevé, ce seuil est singulièrement bas; v. A. Reybrobellet, « Les OTF: une réponse pertinente aux failles de MIF1? », BJB n° 11, nov. 2015, § 11220, p. 526, spéc. n° 16.

54. MIFID II, cons. 132 à 135.

55. Livre vert, 18 février 2015, « Construire l'union des marchés des capitaux »: COM (2015) 63 final; Th. Bonneau, « L'Union des marchés de capitaux, un nouveau "château de cartes"? », RDBF n° 4, juillet 2015, repère 4.

56. Communication de la Commission, « L'union des marchés de capitaux – accélérer la réforme », COM (2016) 601 final, sept. 2016.

57. Les PME sont définies par la directive MIF II comme « des sociétés dont la capitalisation boursière moyenne a été inférieure à 200 000 000 EUR sur la base des cotations de fin d'exercice au cours des trois dernières années civiles » (MIFID II, art. 4, § 1, 13°).

58. Art. L. 424-7 nouveau C. mon. fin.

59. Objet de l'article 7 de l'ordonnance.

60. MIFID II, art. 20.

teurs et vendeurs exprimés par des tiers de manière à conclure des transactions sur obligations, produits financiers structurés, quotas d'émission, dérivés et produits énergétiques de gros devant donner lieu à livraison physique⁶¹. Alors que les systèmes organisés de négociation constituaient dans la première mouture des textes européens une catégorie générique de système de négociation, sur laquelle tout type d'instrument financier serait susceptible d'être négocié, leur domaine a été limité dans le texte définitif aux instruments financiers autres que les actions et instruments assimilés⁶².

Comme les systèmes multilatéraux de négociation, ils peuvent être gérés par un prestataire de services d'investissement ou par une entreprise de marché – l'exploitation d'un système organisé de négociation rejoint la liste des services d'investissement⁶³ – et doivent compter au moins trois « clients » – il est ici question de « clients » et non de « membres ». De même, ils doivent se doter de règles transparentes, approuvées par l'AMF⁶⁴. Observons que les dispositions de la directive qui prévoient que l'autorité compétente peut exiger, soit lors de la demande d'agrément en vue de l'exploitation d'un système organisé de négociation, soit ponctuellement, une explication détaillée indiquant pourquoi ce modèle a été choisi plutôt que celui de marché réglementé, de système multilatéral de négociation ou même d'internalisateur systématique⁶⁵, ne sont pas intégrées dans le Code monétaire et financier. Il appartiendra à l'AMF de le préciser dans son règlement général au titre des conditions d'agrément et des principes d'organisation et de fonctionnement de ces systèmes, qui entrent naturellement dans son champ de compétence⁶⁶.

En revanche, les dispositions des articles L. 533-11 à L. 533-16, L. 533-18, L. 533-19, L. 533-24 et L. 533-24-1, c'est-à-dire la majeure partie des règles de bonne conduite (obligations des prestataires de services d'investissement d'agir au mieux des intérêts de leurs clients, de leur délivrer une information exacte, claire et non trompeuse, d'évaluer le caractère adéquat ou approprié du service ou du produit proposé, obligation de meilleure exécution, encadrement des rémunérations), qui sont d'ailleurs assez largement réécrites par l'ordonnance⁶⁷, ainsi que les nouvelles dispositions relatives à la conception et à la distribution des instruments financiers⁶⁸, sont applicables aux transactions conclues sur un système organisé de négociation⁶⁹ alors qu'elles ne

le sont pas aux systèmes multilatéraux de négociation⁷⁰. Dès lors qu'un système multilatéral assure la rencontre de multiples intérêts exprimés par des tiers, le gestionnaire d'un tel système doit être neutre. S'agissant des marchés réglementés et des systèmes multilatéraux de négociation, cette neutralité est assurée par l'obligation d'assurer la rencontre des intérêts vendeurs et acheteurs selon des règles non discrétionnaires. Mais les systèmes organisés de négociation ne sont pas soumis à pareille obligation, et disposent au contraire, du moins dans une certaine mesure, d'un pouvoir discrétionnaire en ce qui concerne l'exécution des ordres⁷¹. D'où leur soumission aux règles de bonne conduite et notamment à l'obligation d'exécution au mieux des ordres de leurs clients. Le risque de conflit d'intérêts est en outre prévenu par l'interdiction pour le gestionnaire du système d'exercer l'activité d'internalisateur systématique ou d'être lié avec un internalisateur systématique d'une façon qui rende possible l'interaction des ordres sur les deux lieux d'exécution⁷² et par l'interdiction d'exécuter des ordres pour compte propre dans le système qu'il gère, conformément au principe posé au titre des règles communes aux plates-formes de négociation⁷³. S'agissant des systèmes organisés de négociation, l'interdiction de principe est toutefois assortie d'une exception pour les transactions sur obligations, produits financiers structurés, quotas d'émissions ou sur instruments dérivés non soumis à l'obligation de compensation⁷⁴. Cette exception est soumise à une double condition : le consentement du client concerné doit être préalablement recueilli⁷⁵ et l'opérateur doit agir en tant qu'intermédiaire entre l'acheteur et le vendeur de manière à écarter toute exposition au risque de marché lors de l'exécution de la transaction, l'opération devant en outre être financièrement neutre pour l'intermédiaire, qui ne peut se rémunérer par une marge, mais seulement par des commissions⁷⁶. ■

61. Art. L. 425-1 nouveau C. mon. fin. Comme cela a été relevé (v. Th. Bonneau, commentaire préc., spéc. n° 9), la formulation n'est pas parfaitement identique à celle de la directive MIF II (MIFID II, art. 4, § 1, 23°).

62. Voir A.-C. Rouaud, « Typologie des systèmes de négociation dans les projets de révision de la directive MIF », préc.; A. Reygrobellet, « Les OTF : une réponse pertinente aux failles de MIF I ? », préc.

63. V. art. L. 321-1, 9° C. mon. fin. modifié; MIFID II, Annexe I, Section A, 9°.

64. Art. L. 425-2 nouveau C. mon. fin.

65. MIFID II, art. 20, § 7.

66. L'article L. 621-7, VII C. mon. fin. est modifié en ce sens.

67. Voir *infra*, II.

68. *Ibid.*

69. Art. L. 425-3 nouveau C. mon. fin.

70. Art. L. 424-2, al. 3 nouveau C. mon. fin.

71. MIFID II, art. 20, § 6.

72. Art. L. 425-4, II nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 4 et les observations critiques d'A. Reygrobellet, art. préc., spéc. n° 28.

73. Voir *supra*.

74. Ainsi que pour les titres de dette souveraine pour lesquels il n'existe pas de marché liquide : art. L. 425-5, II nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 3.

75. Art. L. 425-5 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 20, § 2.

76. Art. L. 420-2, al. 2 nouveau C. mon. fin.; MIFID II, art. 4, § 1, 38°.

Consultation de l'AEMF relative à la gouvernance des produits dans le cadre de MIF2.

Commentaire de Frida Mekoui

Le sujet de la gouvernance des produits est aujourd'hui bien connu des prestataires de services d'investissement dans la mesure où il constitue l'une des principales nouveautés destinées à renforcer la protection des investisseurs dans le cadre de la directive MIF2¹. Le dispositif est d'ailleurs décliné, par la directive déléguée publiée le 25 avril 2016 de la Commission européenne, tant pour les concepteurs/émetteurs d'instruments financiers que pour les distributeurs de ces produits.

De quoi s'agit-il exactement? Outre le fait pour le concepteur/émetteur de l'instrument financier, appelé communément le producteur, d'évaluer l'intérêt économique de l'instrument financier pour l'investisseur², l'idée est que celui-ci veille, au stade de la conception de l'instrument financier, à ce que l'instrument financier réponde bien aux besoins et aux objectifs d'un marché cible déterminé. Pour s'assurer que l'instrument financier soit bien commercialisé auprès de la cible ainsi définie, le producteur devra également déterminer la stratégie de distribution adaptée pour cet instrument financier (choix des distributeurs mais également du mode de distribution, par exemple si le produit ne doit être commercialisé qu'en conseil). Les personnes chargées de la commercialisation des instruments financiers, les distributeurs, ne sont pas en reste. Elles doivent, sauf à justifier des écarts significatifs, (i) respecter la cible de marché définie par le producteur, et (ii) définir leur propre cible de marché eut égard notamment à la connaissance qu'elles ont de leurs clients. Chacun de ces acteurs doit également définir une cible négative, c'est-à-dire un segment de clientèle auprès duquel l'instrument financier ne doit pas être commercialisé. Le caractère adapté de la cible de marché doit ensuite faire l'objet de revues régulières tant par le producteur que par le distributeur. Un processus d'échange entre ces deux acteurs est également prévu de façon à ce que (i) le producteur puisse prévenir le distributeur si la cible de marché à évoluer (par exemple si des événements de marché affectent les caractéristiques du produit) et que (ii) ce dernier prévienne le producteur s'il s'écarte significativement de la cible de marché préalablement définie.

Tout cela se conçoit parfaitement dans un univers où il existe une véritable relation entre le producteur et le distributeur, le premier confiant expressément au second la commercialisation d'instruments financiers qu'il a émis. En revanche, qu'en est-il des prestataires de services d'investissement qui se contentent de mettre à disposition de leurs clients des instruments financiers au travers d'un service de réception transmission d'ordres ou d'exécution d'ordre pour compte de tiers

sans les promouvoir (et sans relation particulière avec leurs émetteurs/concepteurs)? Comment dans ce cas précis s'assurer que l'instrument financier ne soit pas acheté par un investisseur en dehors de la cible préalablement définie?

C'est une des questions sur laquelle un éclairage de l'Autorité européenne des marchés financiers (l'AEMF ou l'ESMA s'agissant de l'acronyme anglais) était attendu dans le cadre d'orientations portant précisément sur le sujet de la gouvernance des produits. Force est de constater, à la lecture des projets d'orientations soumis à consultation publique jusqu'au 5 janvier prochain, que la réponse mérite d'être quelque peu précisée.

Dans cette consultation, l'AEMF commence en toute cohérence par proposer des critères permettant de définir la cible marché tant pour les producteurs que pour les distributeurs. Six critères sont ainsi prévus : le segment de clientèle auquel le produit s'adresse (par exemple clientèle patrimoniale, grand public, etc. Le label de ce segment peut être défini librement à condition d'expliquer clairement ce qu'il recouvre), la connaissance et l'expérience des investisseurs, la capacité à supporter les pertes, la tolérance au risque et le profil risque/rentabilité, les objectifs ainsi que les besoins des clients. On mentionnera au passage les difficultés à distinguer les objectifs et les besoins.

Si l'AEMF rappelle, à juste titre, le principe de proportionnalité, qui conduit à appliquer les exigences de gouvernance du produit de façon circonstanciée en fonction du type d'instrument financier (notamment de sa complexité) et du service rendu. Dans cet ordre d'idée, l'autorité européenne prend acte du fait que dans le cadre de services de réception/transmission d'ordres ou d'exécution d'ordres (sur une plateforme d'exécution par exemple), le distributeur ne sera en mesure de conduire de vérification du marché cible qu'au titre de deux critères, à savoir le segment de clientèle et la connaissance et expérience des clients (critères de l'évaluation du caractère approprié). De même aucun critère ne pourra être vérifié dans le cadre de l'exécution simple, puisqu'en l'espèce le prestataire n'a pas à évaluer la connaissance et l'expérience du client. Néanmoins, on comprend que cela n'exonère pas pour autant le distributeur d'une analyse du marché cible tel que prévu par le producteur (c'est-à-dire selon les six critères). Ainsi, par exemple, si le producteur décrit des caractéristiques particulières liées à la situation financière et aux objectifs/besoins des clients, le distributeur pourrait adopter une approche prudente en ne référant pas, tout simplement, l'instrument financier considéré.

C'est encore un exemple qui se conçoit dans le cadre de conventions de distribution. En l'espèce, le distributeur peut obtenir l'information nécessaire auprès du producteur. Cela semble beaucoup plus délicat dans le cas d'un prestataire de service d'investissement qui met à disposition de ces clients l'accès à des instruments financiers émis par des entités avec lesquelles il n'a aucun contact.

Une telle approche serait quelque peu surprenante au regard des obligations d'évaluation du caractère approprié auxquelles est tenu le prestataire qui fournit le service de l'exécution d'ordres ou de la réception/trans-

1. Directive 2014/65 du Parlement européen et du Conseil du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers.

2. En d'autres termes il s'agit d'éviter la mise sur le marché d'instruments financiers ayant peu de chance (voire aucune) d'être rentable.

mission d'ordres pour compte de tiers. En effet, dans ce cas rien ne lui impose de refuser l'ordre du client s'il constate que celui ne dispose pas des connaissances et d'une expérience appropriée. Sa seule obligation est de le mettre en garde, et ce de façon formalisée. A fortiori, cette exécution d'ordres ne devrait pas être interdite eu égard à des obligations de ciblage qui ont lieu bien en amont de l'exécution d'ordres.

D'une façon générale, une autre lecture plus restrictive du champ d'application de ces obligations aurait été concevable. En effet, l'article 10 de la directive déléguée s'intitule « obligation en matière de gouvernance des produits applicables aux distributeurs » et le corps du texte vise les entreprises d'investissement qui « proposent ou recommandent » des instruments financiers ou encore les « distributeurs ». Le terme de « distribution » n'est pas défini. Néanmoins, on peut se demander si l'objectif n'était pas de viser principalement les produits commercialisés c'est-à-dire faisant l'objet d'une promotion ou de recommandation de la part du pres-

tataire de services d'investissement³. Cette interprétation permettrait alors clairement d'adapter et de limiter l'obligation en matière de définition et de vérification du marché cible. ■

3. Pour mémoire, au niveau national le rapport de Jacques Delmas-Marsalet relatif à la commercialisation des produits financiers établi en 2005 qui a précédé l'adoption des textes sur les relations entre producteurs et distributeurs, indiquait que la notion de commercialisation « implique une démarche active de vente d'un ou plusieurs produits de la part de distributeurs, que ce soit par voie de démarchage ou de conseil donné dans une agence bancaire, chez un intermédiaire d'assurance, chez un conseiller en investissements financiers, voire sur un site Internet. Elle se distingue ainsi de l'ordre d'achat ou de souscription spontanément passé par le client et que l'intermédiaire ne fait qu'exécuter ». Dans le même ordre d'idée, la position AMF 2010-15 sur la commercialisation des instruments financiers complexes prévoit : « La position de l'AMF concerne l'acte de commercialisation défini comme la présentation d'un instrument financier par différentes voies (publicité, démarchage, conseil...) par un prestataire de services d'investissement, un conseiller en investissements financiers ou un démarcheur bancaire ou financier en vue d'inciter un client à le souscrire ou l'acheter. »

Projet d'interdiction de publicité portant sur certains contrats financiers hautement spéculatifs

Commentaire de Frida Mekoui

Comme signalé dans le précédent numéro, le projet de loi relatif à la transparence, à la lutte contre la corruption et à la modernisation de la vie économique (dit « Sapin 2 ») instaure, en son article 72 (précédemment numéroté 28), un mécanisme d'interdiction de la publicité par voie électronique à destination des particuliers portant sur certains contrats financiers haute-

ment spéculatifs et risqués. Le texte définitif¹, en date du 8 novembre dernier, limite les contrats financiers potentiellement visés par l'interdiction de publicité à ceux qui sont admis aux négociations sur un marché réglementé ou un système multilatéral de négociation. Pour le reste, les types de contrats précisément visés seront définis dans le règlement général de l'Autorité des marchés financiers². ■

1. La loi a fait l'objet d'une saisine du Conseil constitutionnel.

2. Cf. consultation publique de l'AMF relative à l'interdiction de la publicité portant sur certains contrats financiers hautement spéculatifs et risqués, 1^{er} août 2016.

Financement participatif – Minibons – Blockchain.

Décret n° 2016-1453 du 28 octobre 2016 relatif aux titres et aux prêts proposés dans le cadre du financement participatif.

Le décret du 28 octobre 2016 modifie les plafonds applicables aux prêts sur les plates-formes des intermédiaires en financement participatif et des conseillers en investissements participatifs, étend le champ des titres financiers qui peuvent être proposés sur ces sites et apporte les mesures réglementaires d'application de l'ordonnance du 28 avril 2016 relative aux bons de caisse et aux minibons.

Commentaire de Jean-Jacques Daigre

Le décret du 28 octobre 2016 comporte, ainsi que l'indique sa présentation officielle, diverses mesures d'ajustement du cadre juridique applicable au financement participatif. Ainsi, porte-t-il à 2 000 euros par projet le plafond des prêts avec intérêts consentis par les prêteurs sur les plates-formes des intermédiaires en financement participatif et à 5 000 euros celui des prêts

sans intérêts. Par ailleurs, il fixe à 2,5 millions d'euros le plafond des offres admises sur les plates-formes des conseillers en investissements participatifs et permet à ces professionnels de proposer des actions de préférence et des actions convertibles, ainsi que, sous certaines conditions, des titres participatifs. Enfin, il vient préciser les informations que doit comporter le certificat d'inscription d'un bon de caisse, mais aussi le plafond d'émission des minibons et les caractéristiques des prêts sous-jacents à ces instruments.

Arrêtons-nous aux minibons, en raison de l'émergence dans les textes de la technologie de la blockchain, même si l'on dépasse le cadre de cette chronique.

L'ordonnance n° 2016-520 du 28 avril 2016 a créé des « minibons », dont la caractéristique, par rapport aux bons de caisse, est de pouvoir être proposés par un prestataire de services d'investissement ou un conseiller en investissements participatifs au moyen « d'un site internet remplissant les caractéristiques fixées par le règlement général de l'Autorité des marchés financiers ». Le registre des minibons tenu par l'émetteur, peut alors être remplacé par « un dispositif d'enregistrement électronique partagé permettant

l'authentification de ces opérations, dans des conditions, notamment de sécurité, définies par décret en Conseil d'État » (art. L. 223-4 du Code monétaire et financier), les opérations ainsi visées étant celles d'émission et de cession des minibons. L'ordonnance ajoute que « Le transfert de propriété de minibons résulte de l'inscription de la cession dans le dispositif d'enregistrement électronique mentionné à l'art. L. 223-12, qui tient lieu de contrat écrit pour l'application des articles 1321 et 1322 du code civil ». Il s'agit de l'introduction de la technique de la « blockchain ».

Le décret du 28 octobre 2016 vient préciser le montant total de minibons qu'un même émetteur peut offrir par période douze mois et le fixe à 2,5 millions d'euros. Il ajoute, ce qui n'est pas sans importance, que la périodicité de remboursement des échéances du prêt qui forme l'objet de l'émission du minibon ne peut être supérieure à un trimestre et que ses échéances doivent être constantes. Il précise également les mentions que doit comporter le certificat d'inscription, qui sont les mêmes que celles de tous les bons de caisse, auxquelles le décret ajoute les coordonnées du site Internet quand la souscription a été réalisée par son intermédiaire.

En revanche, le décret ne vient pas définir ce qu'il faut entendre par « dispositif d'enregistrement électronique partagé », ce qui impose d'attendre un nouveau texte réglementaire. On peut comprendre que la complexité et les incertitudes de la technologie de la blockchain obligent à une réflexion approfondie pour trouver, non seulement la bonne définition, mais surtout la meilleure solution de sécurité. En effet, dans une organisation en blockchain, en particulier ouverte, les inscriptions qui feront foi pourront se trouver dans un nombre indéfini d'endroits disséminés dans le monde entier, de sorte qu'il faudra définir un point d'entrée pour servir de point de contrôle. La technologie de la blockchain a en effet cet avantage et cet inconvénient que chaque point d'entrée, les « nœuds », comporte la mémoire intégrale des transactions antérieures et doit être mis à jour en même temps que tous les autres en cas de nouvelle transaction, pour que celle-ci soit acceptée et officialisée par le système. ■